

政策与技术成熟度共振，研发价值重估



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——2019 年计算机行业四季度展望

核心观点

❖ 回顾与展望：金融 IT 表现靓丽，计算机行情仍在途中

整体上看，2019 年至今虽然计算机板块年中出现回调，但是板块整体表现相对强势，大小市值个股表现分化。年初至今计算机行业涨幅排名前 20 公司中，金融科技公司最多。从更长历史周期来看，2018 年 10 月 12 日见底后，截止 2019 年 9 月 27 日，计算机行业上涨 42%（49 周），较之前三次上涨的时间和空间仍不足。2019 年 H1 计算机行业平稳增长，盈利质量明显提升，商誉风险有所释放，研发费用增长较快，支撑行业中长期发展。

❖ 从外部驱动到内生增长：政策护航到技术落地

2019 年市场最大关注点仍是中美贸易战演化，但贸易战对股市影响逐渐钝化。2019 年计算机板块中走出了中国软件、中国长城等自主可控的牛股，科技领域里，政策效力逐渐显现。根据 Gartner，5G 在今年进入了期望膨胀期区间，距离技术成熟还有 2-5 年时间。产业互联网是基于云计算、大数据、人工智能等互联网技术，为小 B 企业提供金融、物流、技术等服务，从而对各个垂直产业的产业链进行重塑和改造，形成新的互联网产业生态，重塑企业核心竞争力。

❖ 行业展望：5G 加速商用，场景更加丰富

1) 根据 2019 年中报披露的数据，相关计算机公司云转型进程加速，未来随着 5G 商用落地，5G 将刺激数据的爆炸式增长，为满足 5G 对 IT 基础设施的更高需求，传统数据中心需加快换代升级，云计算将成为最佳选择。2) 未来五年中国网络安全市场增速将继续领跑全球。网络安全公司登陆科创板，板块估值有望重塑；12 月 1 日等保 2.0 三大核心标准正式实施；5G 商用带来网络安全隐患的同时推动网络安全产业进步。3) 我们继续看好金融科技板块。科创板为证券 IT 带来的增量预计下半年开始体现。银行 IT 空间巨大，目前开始进入分布式时代，催生业务中台需求，随着 5G 商用，银行 5G 网点加速落地。我国保险行业发展前景良好，保险 IT 行业增速稳定，看好保险 IT 解决方案市场。

❖ 投资建议

我们认为持续将研发投入到新技术应用的公司具有高成长性，有望享受高估值，更能在新一轮科技周期把握机遇。2019 年 5G 进入试商用阶段，云计算和网络安全有望进入发展快车道。在政策和技术成熟度催化下，计算机行业研发价值或将重估。云计算相关标的有网宿科技、宝信软件等；网络安全相关标的有深信服、启明星辰等。顶层设计出台，下游需求确定，四季度我们继续看好金融科技，相关标的有恒生电子、东方财富、润和软件、中科软等。

❖ 风险提示：

1) 行业景气度不及预期；2) 监管政策面临的不确定性；3) 研发投入不及预期；4) 5G 商用不及预期；5) 中美贸易摩擦不确定性。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 计算机
报告时间 | 2019/10/07

👤 分析师

方科

证书编号：S1100518070002
021-68595195
fangke@cczq.com

👤 联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005
021-68595127
zhouzirui@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、回顾与展望：金融 IT 表现靓丽，计算机行情仍在途中	5
1.1 板块表现相对强势，金融科技表现亮眼	5
1.1.1 计算机板块表现相对强势	5
1.1.2 长周期来看计算机行情仍在途中	7
1.2 估值和盈利：估值锚重塑，盈利见改善	8
二、从外部驱动到内生增长：政策护航到技术落地	11
2.1 贸易战背景下的政策驱动	11
2.2 技术成熟度曲线显示 5G 进入期望膨胀期区间	13
2.3 产业互联网重塑企业竞争力	14
三、行业展望：5G 加速商用，场景更加丰富	17
3.1 云计算：云计算市场快速增长，云转型进程加快	17
3.2 网络安全：网络安全政策频出，市场增速领跑全球	18
3.3 金融科技：顶层设计出台，下游需求确定	21
3.3.1 证券 IT 蓄势待发	22
3.3.2 银行 IT 空间巨大	24
3.3.3 保险 IT 前景广阔	25
四、投资建议	27
4.1 “科技强国”战略带动公司研发价值重估	27
4.2 相关标的	28
五、风险提示	31

图表目录

图 1:	2019 年年初至今计算机行业整体跑赢沪深 300 和上证综指	5
图 2:	2019 年至今计算机三级指数表现	5
图 3:	2019 年至今计算机公司大市值效应持续	5
图 4:	计算机行业市值排名前 20 公司	6
图 5:	2019 年年初至今计算机行业涨幅排名前 20 公司中金融科技公司最多	6
图 6:	2019 年年初至今计算机行业涨幅排名靠前	7
图 7:	计算机指数涨跌幅周期的时间和空间（取自然对数坐标）	7
图 8:	2010 年至今计算机行业估值变化	8
图 9:	2007 年至今软件业务收入增速变化	8
图 10:	2007 年至今软件业务利润增速变化	8
图 11:	2019 年计算机行业利润、现金流明显改善	9
图 12:	2019H1 计算机行业盈利能力明显提升	9
图 13:	2019H1 应收账款增速放缓，商誉负增长	9
图 14:	2019 年 H1 研发费用同比增长 20% 以上	10
图 15:	计算机行业研发投入行业排名靠前	10
图 16:	市场的焦点在中美贸易战的演变	11
图 17:	2019 年度新技术成熟度曲线	13
图 18:	人工智能受到全球先进经济体的高度重视	14
图 19:	近两年人工智能产业发展迅速	14
图 20:	各地加快人工智能布局	14
图 21:	消费互联网带动产业互联网发展	15
图 22:	工业互联网平台产业体系	15
图 23:	2019 年公有云市场规模将超过私有云	17
图 24:	对比美国，中国云计算占 IT 支出比重低	17
图 25:	中国网络安全 100 强企业	19
图 26:	我国网络安全 CAGR4 超过 25%	20
图 27:	我国网络安全中安全硬件占比超过 60%	20
图 28:	统一威胁管理硬件深信服市占率第二	20
图 29:	安全内容管理硬件深信服市占率第一	20
图 30:	中国银行 5G 银行	22
图 31:	中国高净值人群持有可投资资产规模	23
图 32:	2018 年银行理财子公司纷纷宣布成立	23
图 33:	2019H1 证券行业净利润超过 2018 全年	23
图 34:	国际顶级投行和中国头部券商技术投入	23
图 35:	银行 IT 整体投资规模增速低于 10%	24
图 36:	银行业在软件与服务投资有望提高	24
图 37:	银行 IT 解决方案市场增速超过 20%	25
图 38:	银行在解决方案市场投资有望提高	25
图 39:	中国保险深度低于日本和美国	25
图 40:	中国保险密度远低于日本和美国	25
图 41:	我国保险 IT 建设投入规模逐年递增	26
图 42:	保险 IT 解决方案市场目前占比较低	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	计算机行业恒生电子研发支出占比较高.....	28
图 44:	金融科技公司恒生电子研发支出占比最高.....	28
图 45:	恒生电子毛利率维持高位, 稳步提升.....	28
图 46:	2016 年后恒生电子 ROE 逐年提升.....	28
表格 1.	2019 年科技相关政策密集出台.....	12
表格 2.	科技赋能 B 端.....	16
表格 3.	广联达云转型进程加快.....	17
表格 4.	云计算重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化.....	18
表格 5.	网络安全政策不断出台.....	18
表格 6.	网络安全重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化.....	21
表格 7.	金融科技重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化.....	21
表格 8.	美国顶尖投行金融科技投资的主要领域.....	23
表格 9.	科创板、纳斯达克上市标准对比.....	27
表格 10.	重点公司盈利预测与估值.....	30

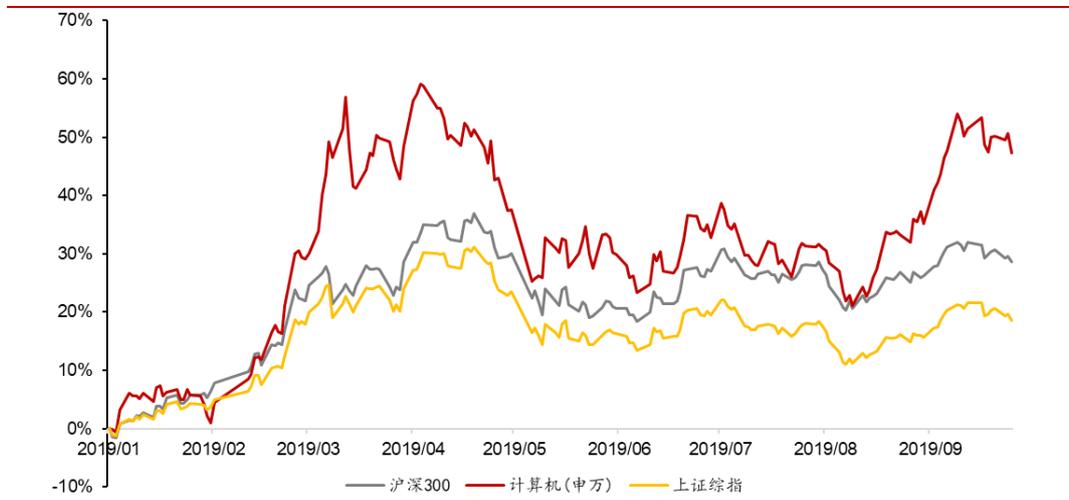
一、回顾与展望：金融 IT 表现靓丽，计算机行情仍在途中

1.1 板块表现相对强势，金融科技表现亮眼

1.1.1 计算机板块表现相对强势

2019 年年初至今上证综指上涨 19%，沪深 300 上涨 29%，申万计算机行业指数上涨 47%，整体上看，2019 年至今计算机行业的表现优于大盘。春季躁动，计算机行业一季度主题投资机会较多，二季度受外部不确定性影响，市场震荡回调。三季度科创板开市，科技股投资成为市场的焦点，科技股走强。

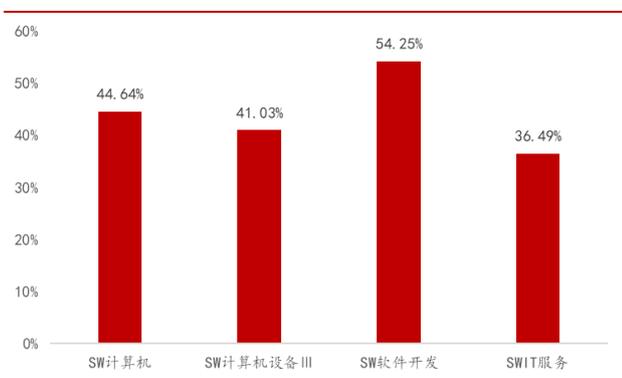
图 1：2019 年年初至今计算机行业整体跑赢沪深 300 和上证综指



资料来源：Wind，川财证券研究所，截至 2019.09.25

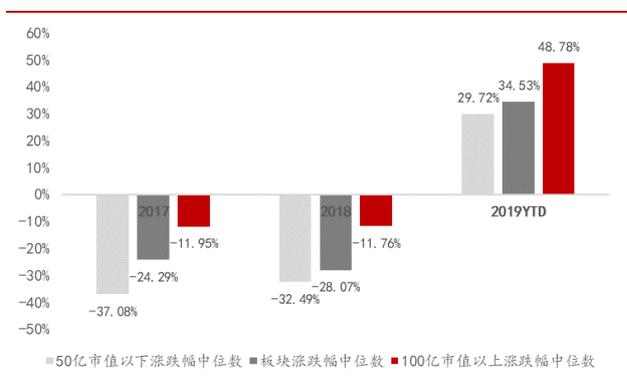
从计算机的细分子板块来看，2019 年表现最好的是软件开发，其次是计算机设备。虽然计算机板块年中出现回调，但是板块整体表现相对强势，大小市值个股表现分化。

图 2：2019 年至今计算机三级指数表现



资料来源：Wind，川财证券研究所，截至 2019.09.25

图 3：2019 年至今计算机公司大市值效应持续

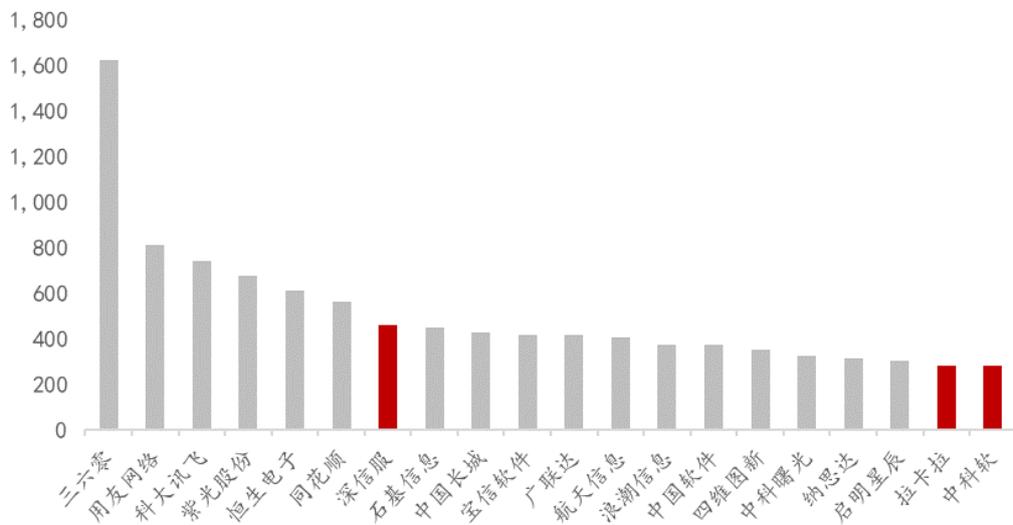


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

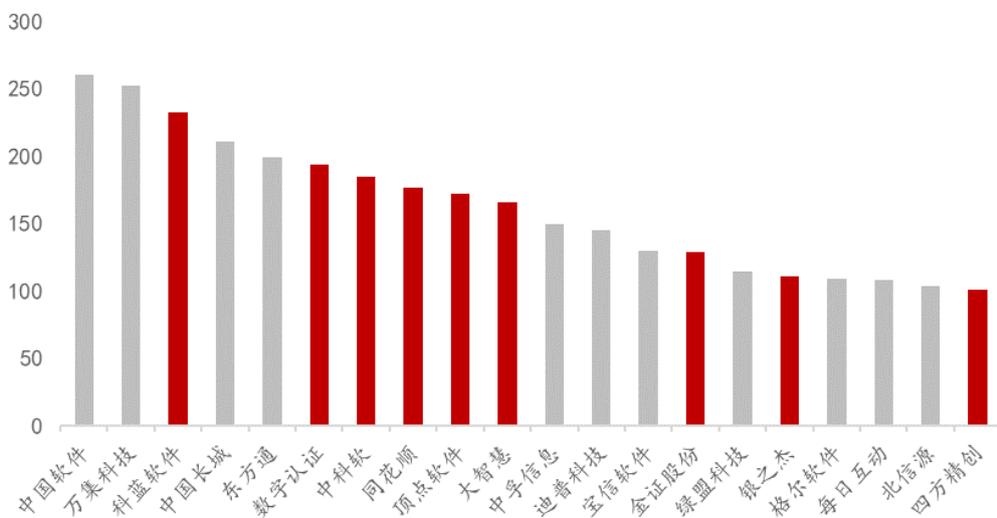
截止目前计算机市值排名前 20 的公司中有深信服、拉卡拉、中科软是 2018 年后上市的,体现出计算机行业的高成长行。年初至今涨幅排名前 20 公司中,金融科技相关公司最多。属于金融科技领域有:科蓝软件、数字认证、中科软、同花顺、顶点软件、大智慧、金证股份、银之杰、四方精创。其他细分领域还包括网络安全(绿盟科技、北信源)、自主可控(中国软件、中国长城、中孚信息)、工业互联网(宝信软件)、智能交通(万集科技)等。

图 4: 计算机行业市值排名前 20 公司



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截至 2019.09.25, 单位: 亿元

图 5: 2019 年年初至今计算机行业涨幅排名前 20 公司中金融科技公司最多



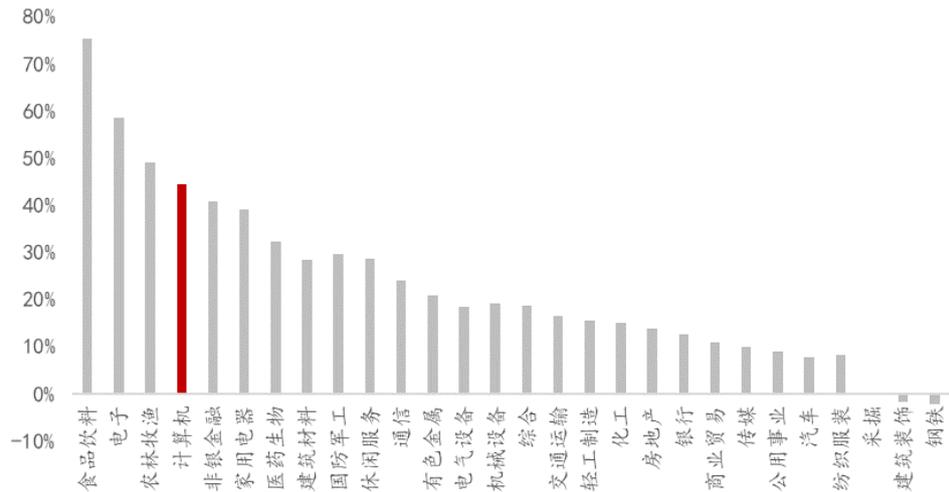
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截至 2019.09.25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.1.2 长周期来看计算机行情仍在途中

由于2018年计算机板块调整相对充分，2019年至今在云计算、边缘计算、工业互联网、自主可控、医疗信息化、金融科技等领域政策刺激下，年初流动性相对宽松，2019年年初至今计算机板块涨幅在所有行业涨幅中排名第四。

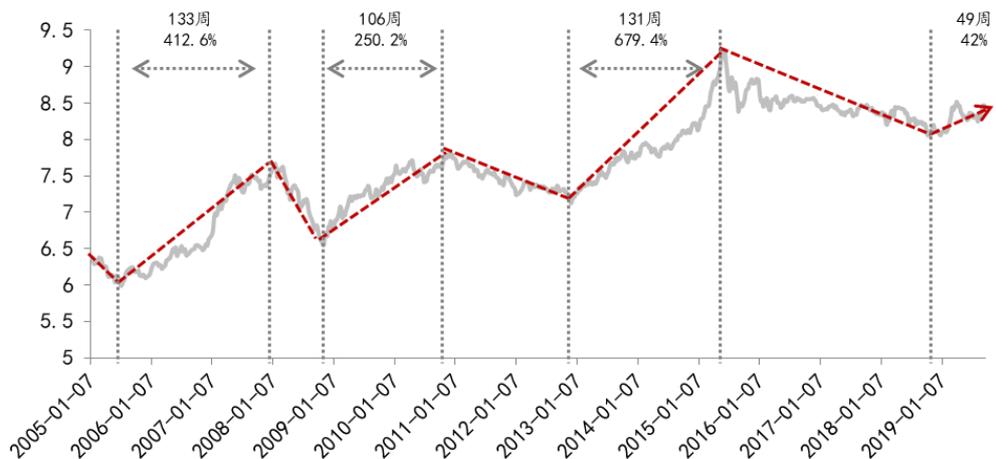
图 6：2019 年初至今计算机行业涨幅排名靠前



资料来源：Wind，川财证券研究所，截至2019.09.25

从更长的历史周期来看，自2005年以来计算机板块大的调整周期有三次上涨，四次下跌。从目前下跌周期的时间和空间来看，第四次下跌周期可能已经走完。2018年10月12日见底之后，截止2019年9月27日，上涨42%（49周），较之前三次上涨的时间和空间仍不足。

图 7：计算机指数涨跌幅周期的时间和空间（取自然对数坐标）



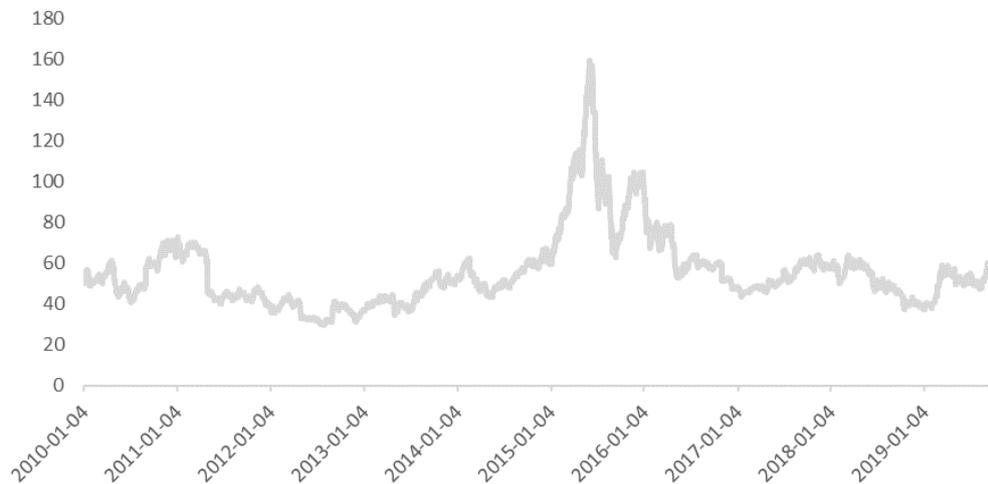
资料来源：Wind，川财证券研究所，截至2019.09.27

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 估值和盈利：估值锚重塑，盈利见改善

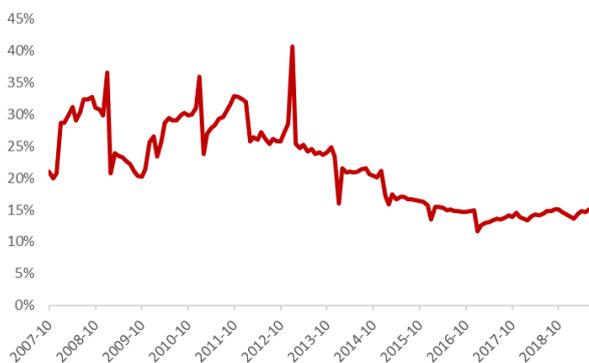
7月22日,科创板开市,首批25家企业上市交易。截至目前计算机行业共有四家公司在科创板上市:虹软科技、航天宏图、安博通、柏楚电子。从长期来看,科创板上市有望推动计算机行业估值体系的重塑。截至2019年9月27日,计算机行业的P/E(TTM)为55.55倍,历史高点接近160倍(2015年),2010年以来历史均值为55.74倍,随着估值中枢上移,计算机行业配置价值提升。

图 8： 2010 年至今计算机行业估值变化



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9： 2007 年至今软件业务收入增速变化



资料来源: 工信部, 川财证券研究所

图 10： 2007 年至今软件业务利润增速变化

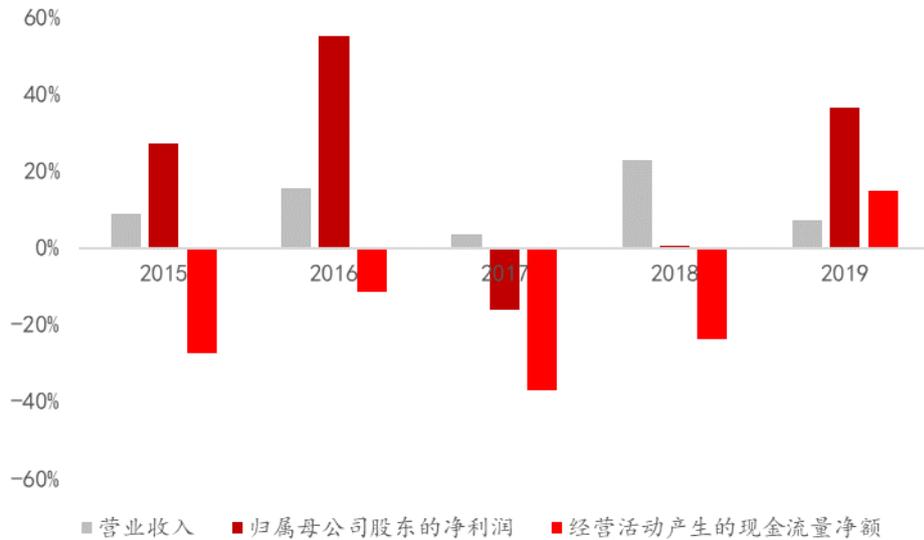


资料来源: 工信部, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

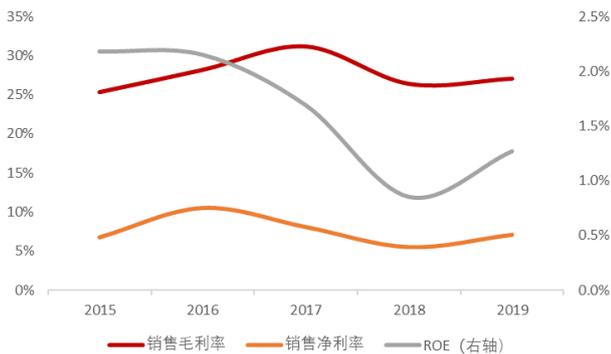
在经济下行压力以及中美贸易摩擦背景下,2019年H1计算机行业平稳增长。上半年计算机行业毛利率、净利率有所改善,ROE也有所提升。2019年H1计算机公司商誉中位数首次下降,商誉风险逐渐可控,为行业长期稳定增长提供保障。同时,现金流情况改善,同比增长17.97%,盈利质量提升。

图 11: 2019 年计算机行业利润、现金流明显改善



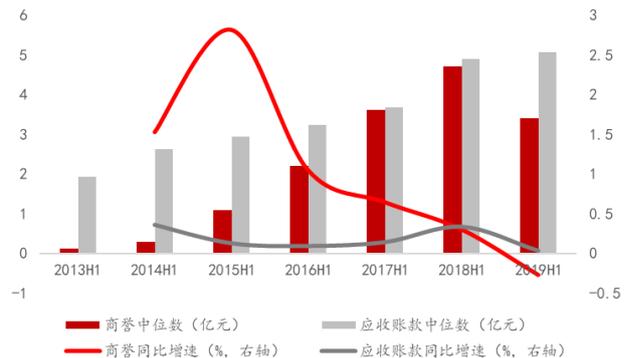
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 2019H1 计算机行业盈利能力明显提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

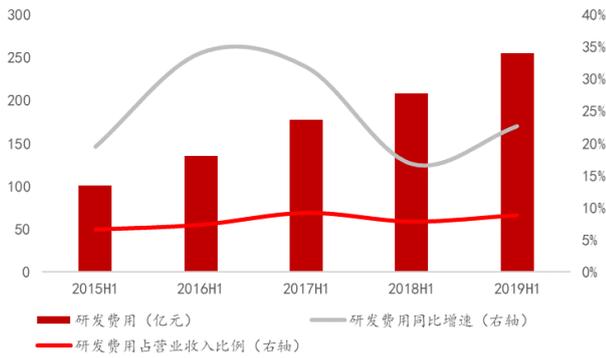
图 13: 2019H1 应收账款增速放缓, 商誉负增长



资料来源: 工信部, 川财证券研究所

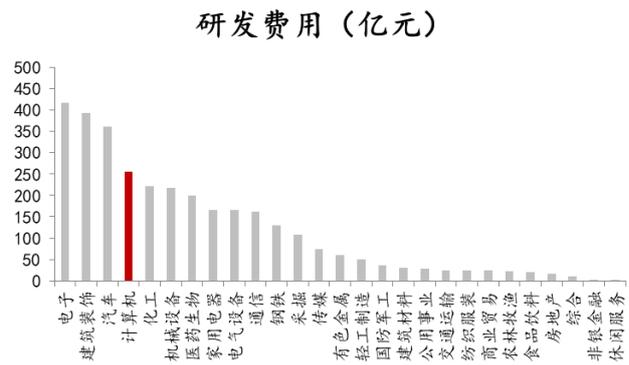
计算机行业加大研发投入支撑行业中长期发展。2019年H1，计算机行业研发费用同比增长22.69%，研发费用占营业收入比例高达8.84%，计算机行业整体研发投入在28个行业中排名靠前，高研发投入决定计算机行业未来的高成长性。研发费用的增加主要和员工人数增加以及员工薪酬增长相关。

图 14：2019 年 H1 研发费用同比增长 20% 以上



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：计算机行业研发投入行业排名靠前



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、从外部驱动到内生增长：政策护航到技术落地

2.1 贸易战背景下的政策驱动

2019年市场最大的关注点仍是中美贸易战的演化。2018年受中美贸易战影响，股市走出单边下行的行情。进入2019年，随着第二、三轮征收关税的演化，股市的行情相对2018年要更加复杂，表明股市对贸易战的影响可能在逐渐地钝化。

图 16：市场的焦点在中美贸易战的演变



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019年计算机板块中走出了中国软件、中国长城等自主可控的牛股，在科技领域里，政策的效力逐渐显现。我们对2019年出台的科技政策进行梳理。

表格 1. 2019 年科技相关政策密集出台

部门	日期	政策或会议	内容
国务院	2019.9.19	《交通强国建设纲要》	纲要指出要加强智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）研发，形成自主可控完整的产业链；瞄准新一代信息技术、人工智能、智能制造、新材料、新能源等世界科技前沿，加强对可能引发交通产业变革的前瞻性、颠覆性技术研究；推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合，推进北斗卫星导航系统应用。
央行	2019.8.23	《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》	《规划》指出，金融科技是技术驱动的金融创新。秉持“守正创新、安全可控、普惠民生、开放共赢”的基本原则，充分发挥金融科技赋能作用，推动我国金融业高质量发展。到2021年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展，明显增强人民群众对数字化、网络化、智能化金融产品和服务的满意度，使我国金融科技发展居于国际领先水平。规划共包括27项主要任务。
国务院	2019.5.16	《数字乡村发展战略纲要》	到2020年，数字乡村建设取得初步进展。全国行政村4G覆盖率超过98%，农村互联网普及率明显提升。到2025年，数字乡村建设取得重要进展。乡村4G深化普及、5G创新应用，城乡“数字鸿沟”明显缩小。到2035年，数字乡村建设取得长足进展。城乡“数字鸿沟”大幅缩小，农民数字化素养显著提升。到本世纪中叶，全面建成数字乡村，助力乡村全面振兴，全面实现农业强、农村美、农民富。
国务院	2019.5.9	国务院常务会议	会议决定，在已对集成电路生产企业或项目按规定的不同条件分别实行企业所得税“两免三减半”（即第一年至第二年免征、第三年至第五年减半征收）或“五免五减半”（即第一年至第五年免征、第六年至第十年减半征收）的基础上，对集成电路设计和软件企业继续实施2011年《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》中明确的所得税“两免三减半”优惠政策。2018年度所得税汇算清缴也按上述规定执行。
工信部	2019.3.13	《关于2019年信息通信行业行风建设暨纠风工作的指导意见》	重点启动宽带“双G双提”行动计划，推动中小企业宽带平均资费降低15%、移动网络流量平均资费降低20%。纵深推进电信普遍服务试点，加快4G网络建设，力争实现全国98%行政村通4G，98%贫困村通宽带。
工信部等三部门	2019.2.28	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》	按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。超高清视频内容资源极大丰富，网络承载能力显著提高，制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。
科技部	2019.2.20	科技部关于支持北京建设国家新一代	一、支持北京市建设国家新一代人工智能创新发展试验区。 二、充分发挥人才和技术优势，突出高端引领作用。 三、深化体制机制改革，优化人工智能发展的创新生态。

资料来源: Wind, 川财证券研究所

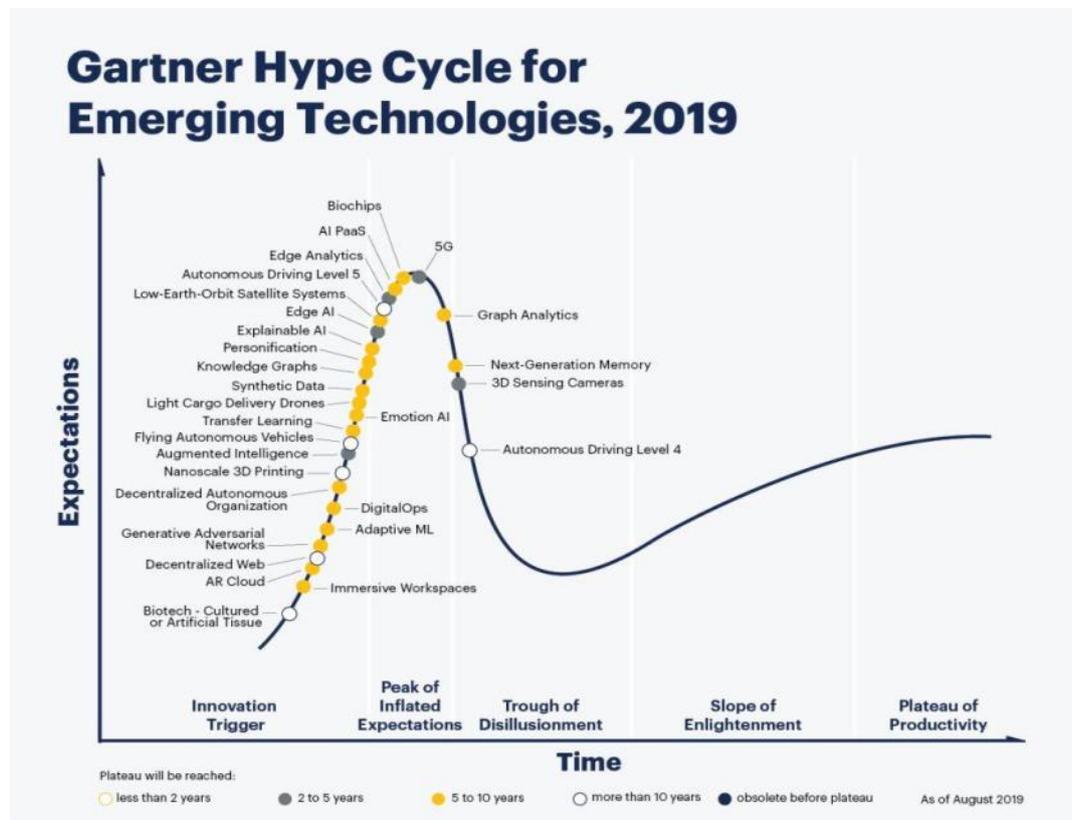
2.2 技术成熟度曲线显示 5G 进入期望膨胀期区间

技术成熟度曲线描述新技术产生后社会预期随时间变化的曲线，它能呈现新技术的市场热度和现实发展的偏离程度，从而帮助企业更好地利用成熟技术以及寻找潜在机遇。

2019 年，Gartner 从 2000 项技术中选出了 29 项，并由此总结出了企业决策者应该纳入考虑范围的五大创新技术趋势（人工智能渗透到所有趋势中）。

其中值得关注的五大技术趋势：传感和移动、人类能力增强、后经典计算和通信、数字生态系统、高级人工智能和分析。在今年的 Gartner 曲线上，自动飞行汽车、L4 和 L5 级别的自动驾驶、生物技术、生物芯片、知识图谱、边缘人工智能、人工智能 PaaS 和 5G 和去年重合。其中 5G 在今年进入了期望膨胀期区间，距离技术成熟还有 2-5 年时间。

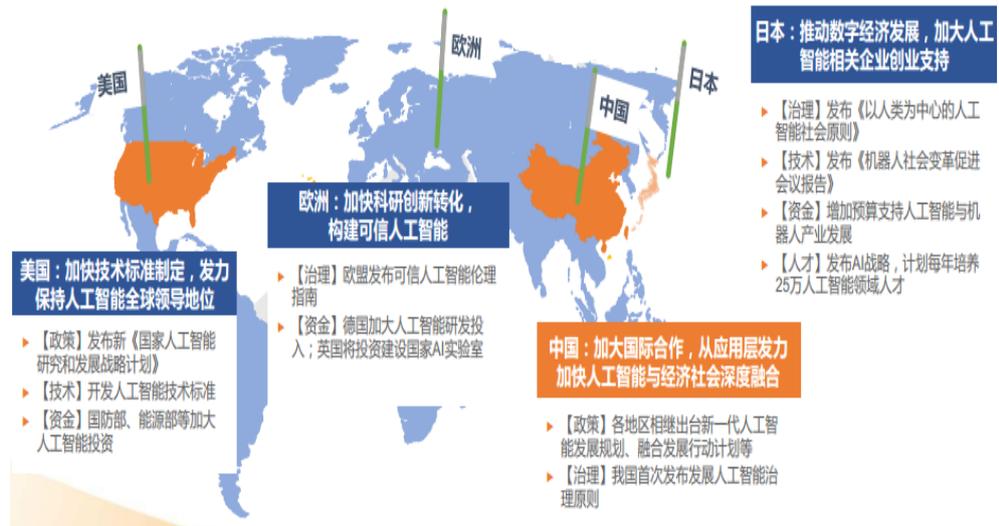
图 17：2019 年度新技术成熟度曲线



资料来源：Gartner，川财证券研究所

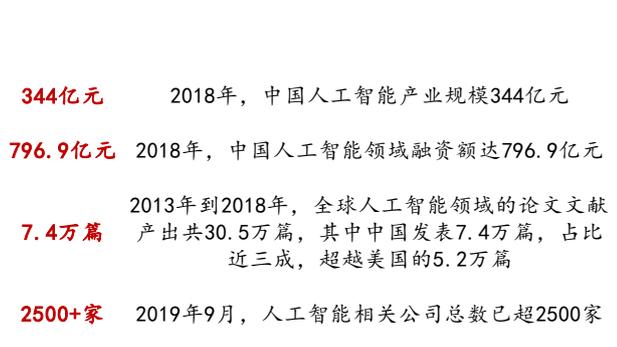
渗透到所有趋势中的 AI 或将步入快速发展期。人工智能已成为促进经济社会发展的重要驱动力，受到全球先进经济体的高度重视，2019 年全球主要国家和地区在推动本土人工智能发展方面动作不断，力图争夺主导权。

图 18：人工智能受到全球先进经济体的高度重视



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，川财证券研究所

图 19：近两年人工智能产业发展迅速



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，川财证券研究所

图 20：各地加快人工智能布局



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，川财证券研究所

2.3 产业互联网重塑企业竞争力

产业互联网重塑企业竞争力。产业互联网是利用人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网等互联网技术，为 B 端客户在设计、供应、制造、流通环节

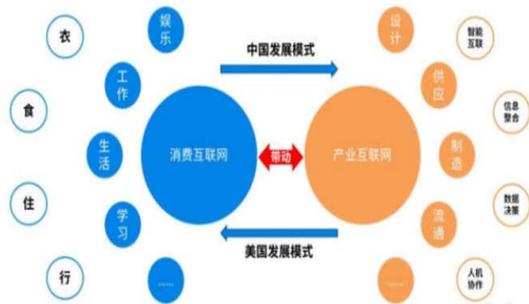
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

提供服务，重塑和改造各个垂直产业的产业链。不同于其他国家的发展路径，我国主要由消费互联网带动产业互联网发展。

产业互联网的建设路径可以分为三步。1、推动新技术在企业的普及和应用（定点赋能）；2、在新技术运用基础上，打通企业内和企业间协同协作（线面协同）；3、企业全面在线后，融入产业生态圈，自主进行商业形态演进（整体演进）。

产业互联网的本质就是产业数字化，当前所有新业态新概念都应以数据为核心抓手。随着技术发展，这些数据都会在未来某个点融入一个生态数据池。这个生态数据池就呈现出产业互联网化。覆盖一二三产业，覆盖各行各业，包括新零售、新制造、新物流、新金融等等。

图 21：消费互联网带动产业互联网发展



资料来源：中国互联网白皮书，川财证券研究所

图 22：工业互联网平台产业体系



资料来源：中国互联网白皮书，川财证券研究所

科技通过云计算赋能 B 端。在消费级的互联网浪潮下，人们的理念和生活方式发生改变，随着适应各类信息化和互联网的应用场景新技术的成熟和相关产业政策的支持，会加速企业的信息化和智能化建设，提升企业的效率，降低企业成本，驱动企业及所处行业的转型和发展。云计算改变服务的交付模式，按需所取，实现 IT 共享的规模经济，还能实现数据的沉淀和处理，数据的驱动而实现向 B 端赋能。

各行业借“云”升级。2015 年国家发布的各项政策从宏观层面为云计算向行业领域拓展铺平道路。“5 号文”夯实了云计算向行业领域拓展的技术、产业、政策基础。“40 号文”指明了云计算与传统行业结合的方向。一是在工业领域，通过云计算推动工业生产的智能化升级。二是在金融领域，利用云计算提供的新型平台和技术，实现金融产品和服务的创新。三是在社会化服务领域，无论是医疗、物流还是教育，都可以与云计算相结合衍生新型业务模式。2017 年 3 月发布的《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》，确立了云计算在我国发展的目标，其中涉及到产业发展行动，明确了三个方向，第一，支持软件

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

企业向云计算转型。加速向云计算转型，培育信息消费新热点。第二，加快培育骨干龙头企业。形成云计算领域的产业梯队，不断增强我国在云计算领域的体系化发展实力。第三，推动产业生态体系建设。在促进行动上，积极发展工业云服务，培育“云制造”模式，支持钢铁、汽车、轻工等制造业重点领域行业协会与专业机构、骨干云计算企业合作建设行业云平台。此外还在协同推进政务云应用，推动云计算安全服务产业发展做出详细的规划。

表格 2. 科技赋能 B 端

技术	B 端赋能	产业升级
大数据	协助 B 端进行客户分析、运营优化，风险管控，实现全价值链升级	实现产业链各环节的精准升级，由 C 端向 B 端传到用户需求，逆供应链数据流将有效减少产能过剩
人工智能	提高企业运营效率，降低成本，提升用户粘性	智能化、自动化的基础，实现行业升级的核心，能有效提高行业能效
云计算	辅助 B 端进行数据存储与分析，成为实现数字化模式的基础	为产业智能化、数字化发展提供载体，辅助产业转型
物联网	优化质量控制，升级供应链，通过提升客户体验进而提升客户粘性	整合资源，实现有效配置，提升行业效率，减少资源浪费
区块链	提高运营效率和安全性，去中心化特质将进一步拉近 B 端与 C 端距离	减少流程环节，增加行业透明度，进而促进资源有效集结，辅助升级

资料来源：普华永道，川财证券研究所

三、行业展望：5G 加速商用，场景更加丰富

3.1 云计算：云计算市场快速增长，云转型进程加快

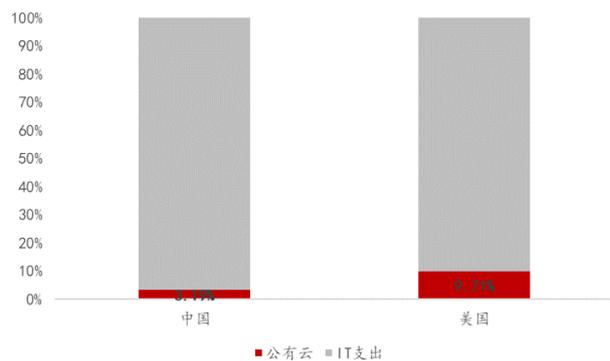
我国云计算市场仍然保持快速增长。我国私有云市场规模大于公有云，但是公有云市场规模增速（CAGR3：37.3%）远高于私有云（CAGR3：22.1%），2018 年公有云和私有云的市场规模已经相近，2019 年中国公有云市场规模有望超过私有云。根据中国信通院预测，2019 年国内公有云市场规模为 668.3 亿，增速为 52.8%，2019 年国内私有云市场规模为 644.2 亿，增速为 22.6%。根据 IDC，2019 年第一季度中国公有云服务整体市场规模达到 24.6 亿美金，同比增长 67.9%。随着 5G 商用落地，5G 将刺激数据的爆炸式增长，为满足 5G 对 IT 基础设施的更高需求，传统数据中心需加快换代升级，云计算将成为最佳选择。

图 23：2019 年公有云市场规模将超过私有云



资料来源：中国信通院，川财证券研究所

图 24：对比美国，中国云计算占 IT 支出比重低



资料来源：IDC，川财证券研究所

广联达云化进程加快。2019 年 H1，云转型相关预收款项余额快速增至 6.72 亿元，因该款项属于已收取的云服务中不能确认为当期收入的部分，导致当期表观收入增速未充分体现，表观利润同比出现显著下降。若将云预收的影响因素进行还原，则还原后的营业总收入约为 16.38 亿元，同口径同比增长 36.70%，还原后的归属于上市公司股东的净利润约为 3.22 亿元，同口径同比增长 23.46%。

表格 3. 广联达云转型进程加快

产品线	云收入	同比增减	云合同	同比增减	云预收	较期初增减
云计价	1.04	235%	2.03	205%	2.08	91%
云算量	1.00	991%	2.00	257%	2.03	95%
工程信息	1.67	97%	2.26	76%	2.61	30%
合计	3.71	197%	6.29	151%	6.72	62%

资料来源：广联达年报，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 云计算重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收 YOY	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 YOY
002410.SZ	广联达	415.47	13.48	27.76%	0.61	-53.72%
600845.SH	宝信软件	416.62	26.99	11.86%	3.85	46.57%
600588.SH	用友网络	810.98	33.13	10.22%	2.64	155.10%
603039.SH	泛微网络	101.94	5.05	25.96%	0.36	16.36%
002153.SZ	石基信息	447.46	15.16	20.76%	2.03	7.18%
300017.SZ	网宿科技	257.90	31.59	3.23%	1.27	-67.99%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.2 网络安全: 网络安全政策频出, 市场增速领跑全球

信息安全投资并不直接产生收益, 安全事件和法规政策等仍然是信息安全市场增长的主要推动因素, 近年来国际、国内重大网络安全事件频发, 我国政府对信息安全的重视程度不断提高。同时, 中美贸易引发政府和市场对网络安全和自主可控的持续关注。12 月 1 日等保 2.0 三大核心标准正式实施, 网络安全行业有望进入发展快车道。5G 商用带来网络安全隐患的同时推动网络安全产业进步。

表格 5. 网络安全政策不断出台

时间	政策	内容
2019. 5. 31	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》	注重全方位主动防御、安全可信、动态感知和全面审计, 实现了对传统信息系统、基础信息网络、云计算、大数据、物联网、移动互联网和工业控制信息系统等保护对象的全覆盖。此系列标准可有效指导网络运营者、网络安全企业、网络安全服务机构开展网络安全等级保护安全技术方案的设计和实施, 指导测评机构更加规范化和标准化地开展等级测评工作, 进而全面提升网络运营者的网络安全防护能力。
2019. 6. 30	《国家网络安全产业发展规划》	到 2020 年, 依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元, 拉动 GDP 增长超过 3300 亿元, 打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。到 2025 年, 依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”。
2019. 9. 29	《关于促进网络安全产业发展的指导意见(征求意见稿)》	到 2025 年, 培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业, 形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业, 网络安全产业规模超过 2000 亿。

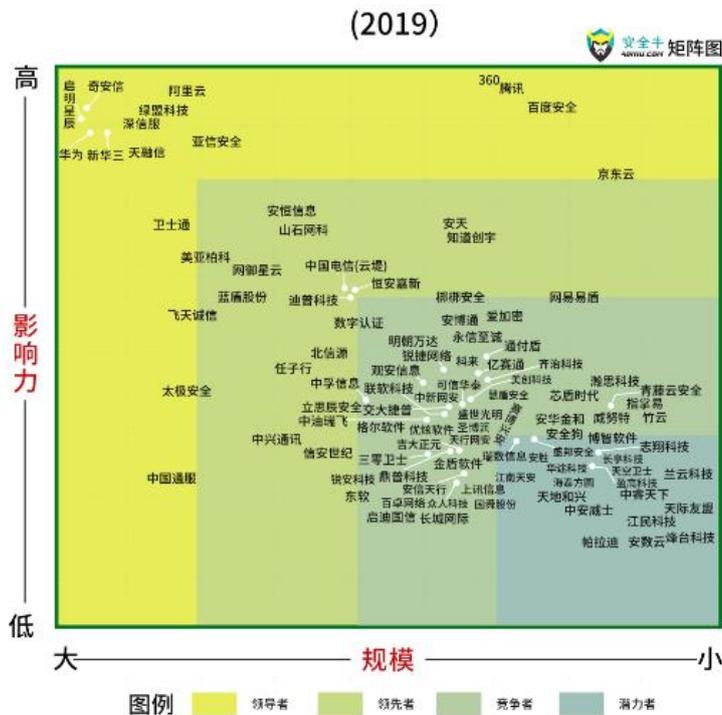
资料来源: 各政府部门, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

网络安全公司登陆科创板以后，有望引导板块估值重塑，带动估值中枢上移。目前科创板已发行的网络安全公司有安博通、山石网科，报送证监会的网络安全公司有安恒信息。

我国网络安全行业参与者众多，A股上市公司的规模较大、影响力较大。安全牛每年会根据规模和影响力两个维度评选中国网络安全100强企业，A股上市公司启明星辰、深信服、绿盟科技、卫士通、美亚柏科、飞天诚信、山石网科、蓝盾股份、迪普科技、北信源、任子行等都位于第二象限（影响力较大、规模较大）。

图 25：中国网络安全 100 强企业



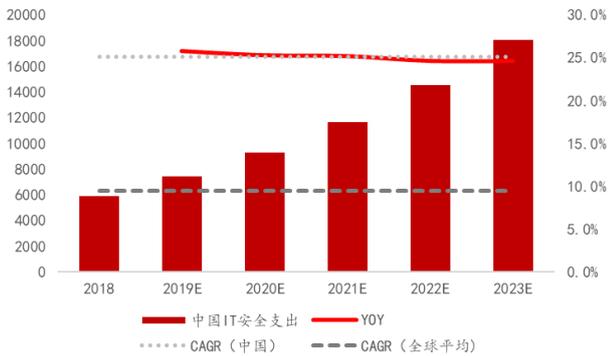
资料来源：安全牛，川财证券研究所

未来五年中国网络安全市场增速将继续领跑全球，到 2023 年中国市场规模将增长至 179 亿美元。根据 IDC，2019-2023 年中国网络安全市场总体支出的复合年均增长率预计为 25.1%，远高于 9.44% 的全球平均水平。2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元。从行业上来看，政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业，占中国总体网络安全市场约六成的比例。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

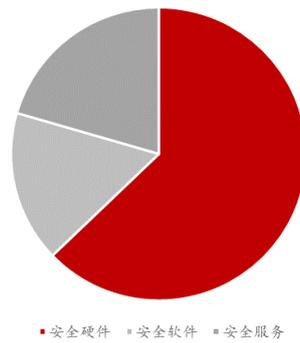
安全硬件在今年中国网络安全整体支出中将继续占据绝对主导地位，占比高达 62.8%；安全软件和安全服务支出比例分别为 16.7%和 20.5%。根据 IDC, 2019 年第二季度 IT 安全硬件市场厂商整体收入为 6.02 亿美元（约合 41.1 亿元人民币），半年度 IT 安全硬件市场整体收入为 10.97 亿美元（约合 74.8 亿元人民币），较 2018 年上半年同比增长 9.48%。

图 26：我国网络安全 CAGR4 超过 25%



资料来源：IDC，川财证券研究所

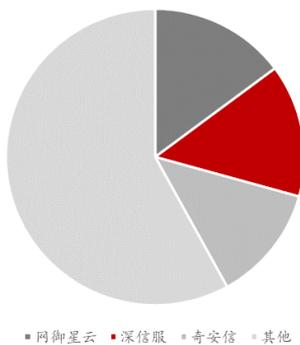
图 27：我国网络安全中安全硬件占比超过 60%



资料来源：IDC，川财证券研究所

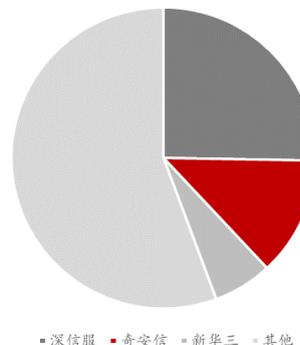
网络安全硬件作为网络安全建设的基础是保障企业级用户安全运行的关键。IT 安全硬件市场的主要组成部分有：安全内容管理、防火墙、入侵检测与防御、统一威胁管理、虚拟专用网。从安全硬件的角度来看，2019 年最大的三个子市场依次为防火墙、统一威胁管理、以及安全内容管理，三者总和约占整体安全硬件市场的 80%。统一威胁管理硬件深信服市占率第二，安全内容管理硬件深信服市占率第一。

图 28：统一威胁管理硬件深信服市占率第二



资料来源：IDC，川财证券研究所

图 29：安全内容管理硬件深信服市占率第一



资料来源：IDC，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6. 网络安全重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收 YOY	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 YOY
002439.SZ	启明星辰	301.92	8.82	19.13%	-0.02	96.92%
300454.SZ	深信服	457.94	15.59	32.27%	0.15	-84.89%
300369.SZ	绿盟科技	148.23	5.21	25.15%	-0.48	39.73%
300188.SZ	美亚柏科	139.81	5.83	21.03%	-0.09	-138.84%
002368.SZ	太极股份	129.74	30.13	11.75%	0.15	-21.87%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.3 金融科技：顶层设计出台，下游需求确定

第四季度，我们继续看好金融科技板块。今年 8 月，中国人民银行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》，这是央行层面出台首份针对金融科技的顶层设计文件，指引行业未来三年的发展。本次央行发布的金融科技三年发展规划全文共包括 27 项主要任务。预计未来金融企业将加大金融科技投入力度，赋能金融服务提质增效、增强金融风险技防能力，行业内各细分领域领先的企业将率先受益。从长远视角，顶层设计出台为金融科技发展提供保障，金融科技迎来发展新机遇。

表格 7. 金融科技重点公司 2019 年 H1 营业收入、净利润、经营性现金流增速变化

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收 YOY	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 YOY
300059.SZ	东方财富	1,032.86	6.77	-4.90%	8.37	52.00%
300033.SZ	同花顺	565.50	7.02	23.97%	2.59	44.97%
600570.SH	恒生电子	613.04	15.24	11.97%	2.56	14.55%
603383.SH	顶点软件	96.75	1.47	34.29%	0.28	13.83%
300348.SZ	长亮科技	100.46	5.21	19.90%	0.05	37.21%
300339.SZ	润和软件	124.08	10.66	21.53%	0.99	6.68%
000555.SZ	神州信息	120.62	41.30	-0.74%	1.19	37.79%
300674.SZ	宇信科技	140.60	10.67	40.64%	0.75	26.74%
603927.SH	中科软	281.79	23.57	14.20%	1.30	14.76%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 市值选取 2019.9.25

随着 5G 商用的发展，银行 5G 网点加速落地。金融业为 5G 的垂直应用领域之一，5G 技术作为新一代移动通信网络技术，其所具备的增强移动带宽、高可靠低延时等技术为金融业的众多金融科技技术的升级和应用提供可能。工商

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

银行在江苏省苏州市正式推出该行首家基于 5G 应用的新型智慧网点。4 月中旬至今，已有工行、浦发、中行等多家银行宣布推出 5G 网点。

图 30：中国银行 5G 银行



资料来源：搜狐新闻，川财证券研究所

3.3.1 证券 IT 蓄势待发

科创板为证券 IT 带来的增量预计下半年开始体现。To C 的金融科技公司弹性大于 To B 的金融科技公司，上半年受益于资本市场回暖业绩改善明显，同花顺年初至今涨幅排名计算机行业前列。终端需求传到到金融机构再传导到 To B 类的金融科技公司时间较长，预计下半年反映到业绩方面。2019 年 H1，证券行业净利润超过 2018 全年，银行理财子公司进入获批筹建阶段，后期证券 IT 需求将陆续释放。

国内券商研发投入占比、技术人员占比较低，头部券商自主研发意识开始萌芽，开始加大信息技术投入、扩大技术人员比例，但是和国际投行相比有较大差距仍有提升空间。摩根大通、摩根斯坦利、贝莱德每年至少会将营业收入的 10% 投入金融科技，摩根大通技术人员占比超过 20%；反观中国头部券商，信息技术投入比例低于 10%，技术人员占比不足 5%。头部券商 2018 年信息技术投入占营业收入比重在 6% 左右。国外投行前中后台多点布局金融科技，涉及人工智能、区块链、云计算、大数据、生物识别等领域，相比国际投行，中国券商布局金融科技的方式略显单一，主要集中在财富管理领域。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 31：中国高净值人群持有可投资资产规模



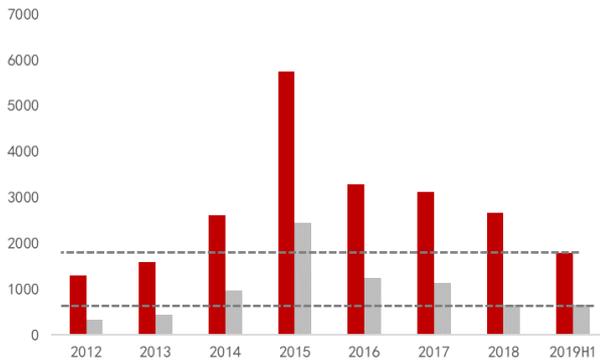
资料来源：招商私人财富报告，川财证券研究所

图 32：2018 年银行理财子公司纷纷宣布成立

国有银行	交通银行	工商银行	建设银行
	农业银行	中国银行	邮储银行
股份制银行	招商银行	华夏银行	民生银行
	光大银行	广发银行	兴业银行
城市商业银行	浦发银行	平安银行	北京银行
	南京银行	杭州银行	青岛银行
农村商业银行	重庆银行	长沙银行	徽商银行
	顺德农商行	广州农商行	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：2019H1 证券行业净利润超过 2018 全年



资料来源：中国证券业协会，川财证券研究所

图 34：国际顶级投行和中国头部券商技术投入



资料来源：公司年报，川财证券研究所

大型全能投行如摩根大通、摩根斯坦利、高盛等密切关注金融科技各个细分领域的新兴技术，通过投资、并购方式快速获得相应技术，加速技术落地、转变成生产力，从而获得投资收益。目前支付与结算、资本市场、数据分析、会计和税务、房地产、财富管理、区块链、个人理财、数据聚合、贷款、监管科技、保险等领域受到美国五大投行的关注。随着新技术的出现和消费者需求的变化，国际顶尖投行关注的领域发生变化：到目前为止（2019 年），最受欢迎的投资领域是房地产、资本市场和财富管理。

表格 8. 美国顶尖投行金融科技投资的主要领域

	支付和结算	资本市场	数据分析	会计和税务	房地产	财富管理	区块链	个人理财	数据聚合	贷款	监管科技	保险	其他
高盛	7	7	8	2	7	5	5	3	4	3	3	3	1
摩根大通	3	7	1	4	1	2	3	0	0	3	2	0	0
摩根斯坦利	0	6	3	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0
花旗	7	7	6	3	2	1	6	2	2	1	3	0	0
富国银行	2	2	3	1	0	0	2	0	0	0	1	1	0
投资数量	19	17	12	10	9	9	8	7	6	6	6	5	2

资料来源：CB Insights (2019.8)，川财证券研究所

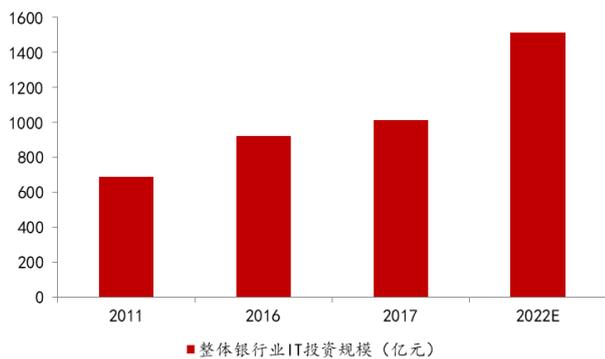
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

大型商业银行纷纷成立金融科技子公司，券商也开始成立金融科技子公司聚焦金融科技的发展。9月24日，中金公司宣布拟与腾讯数码成立合资技术公司，注册资本5亿元，其中中金公司持股51%，腾讯数码持股49%。

3.3.2 银行 IT 空间巨大

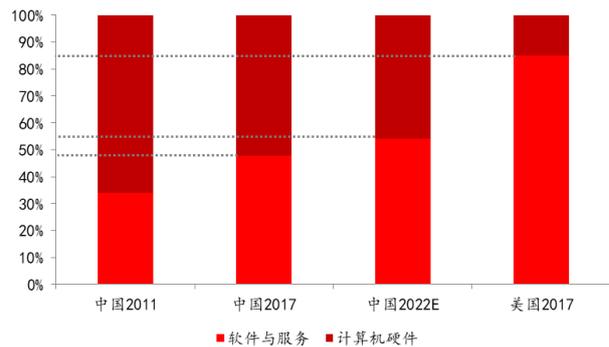
2017年中国银行业整体IT投资规模突破一千亿人民币，达到1014.04亿元。整体银行IT投资规模2011-2016，2017-2022E CAGR5分别为：6%，8%。银行IT投资分为硬件、软件、服务，其中软件和服务占比较低，对比美国仍有较大发展空间。国内核心业务系统经历了三个大的迭代式发展，目前已经开始进入分布式时代，同时业务复杂度持续提升，催生业务中台需求。

图 35： 银行 IT 整体投资规模增速低于 10%



资料来源：IDC，川财证券研究所

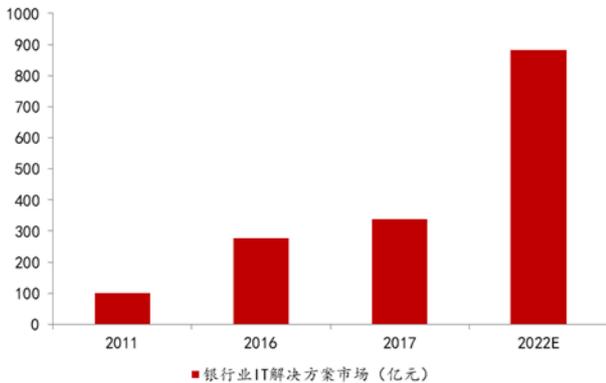
图 36： 银行业在软件与服务投资有望提高



资料来源：IDC，Gartner，川财证券研究所

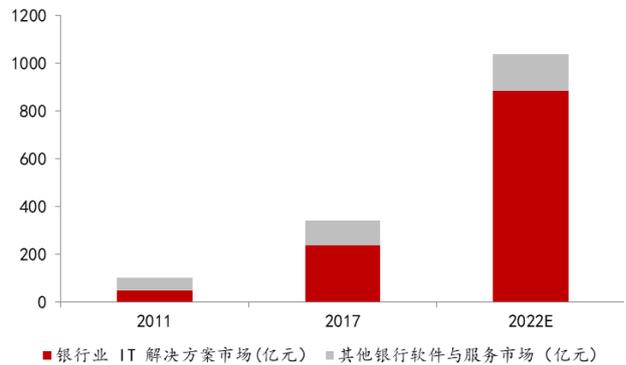
银行IT解决方案包含在软件和服务其中，且占比逐年提升。2017年，中国银行业IT解决方案市场总量为339.60亿元，预计2022年，规模将超过880亿元。2011年，中国银行业IT解决方案市场占银行业整体软件和IT服务市场总量的45.5%。2017年，中国银行业IT解决方案市场占银行业整体软件和IT服务市场总量的69.9%，未来有望继续提高。

图 37： 银行 IT 解决方案市场增速超过 20%



资料来源：IDC，川财证券研究所

图 38： 银行在解决方案市场投资有望提高

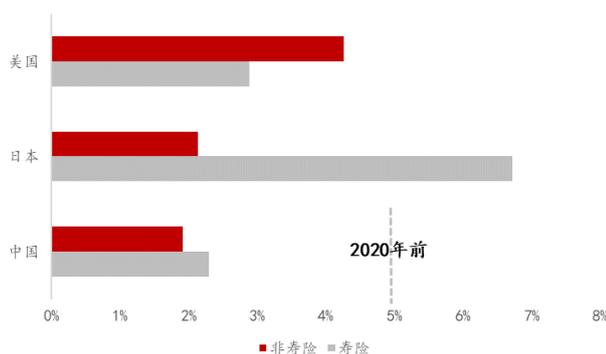


资料来源：IDC，川财证券研究所(假设 2022E: 解决方案占比 85%)

3.3.3 保险 IT 前景广阔

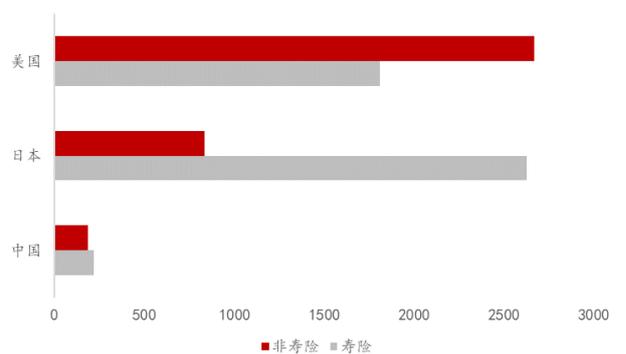
我国保险行业发展前景良好。2016 年 8 月，中国保监会发布的《中国保险业发展“十三五”规划纲要》明确提出到 2020 年，全国保险保费收入争取达到 4.5 万亿元左右，保险深度达到 5%，保险密度达到 3,500 元/人，保险业总资产争取达到 25 万亿元左右。我国保险行业发展前景良好。中国保险市场规模增长迅速，但是与发达国家市场相比仍处于发展初级阶段，保险深度和保险密度还处于较低水平。

图 39： 中国保险深度低于日本和美国



资料来源：瑞士 Sigma，川财证券研究所

图 40： 中国保险密度远低于日本和美国



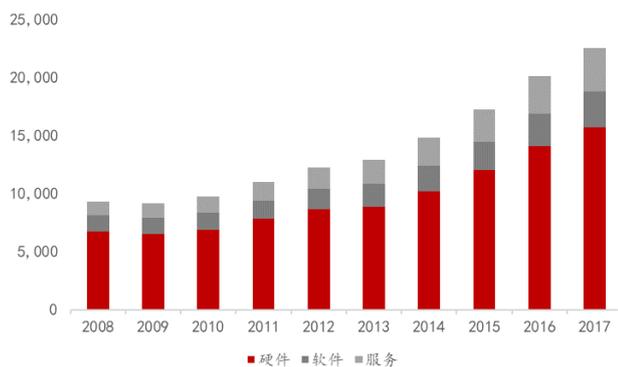
资料来源：瑞士 Sigma，川财证券研究所

保险 IT 行业增速稳定，看好保险 IT 解决方案市场。根据 IDC 统计，从 2008 到 2017 年，保险行业 IT 服务的投入一直保持着快速增长，复合年均增长率达到 10%。受到大型保险公司基础建设、数据集中、核心业务系统升级、新增

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

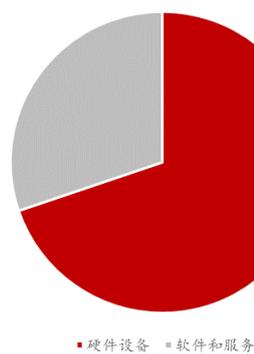
保险公司 IT 建设等因素的持续拉动，我国保险行业信息化建设投入规模逐年递增。与此同时，中国保险行业的转型与创新对 IT 市场提出更多更高的要求。根据 IDC 预计，2021 年中国保险行业 IT 解决方案（包括软件和服务）的整体市场规模将达到 146.52 亿元，2017 - 2021 年的年均复合增长率为 22.35%。

图 41：我国保险 IT 建设投入规模逐年递增



资料来源：IDC，川财证券研究所

图 42：保险 IT 解决方案市场目前占比较低



资料来源：IDC，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 “科技强国”战略带动公司研发价值重估

科创板带动计算机行业研发价值重估。科创板上市标准和纳斯达克相当，但是科创板更加关注技术研发。纳斯达克虽具科技和新经济属性，但是并未把研发列入上市标准之中，由此可见科创板对于科技重视。我们认为持续将研发投入到新技术领域的公司具有高成长性，有望享受高估值，更能在新一轮科技周期开启之际把握机遇。

表格 9. 科创板、纳斯达克上市标准对比

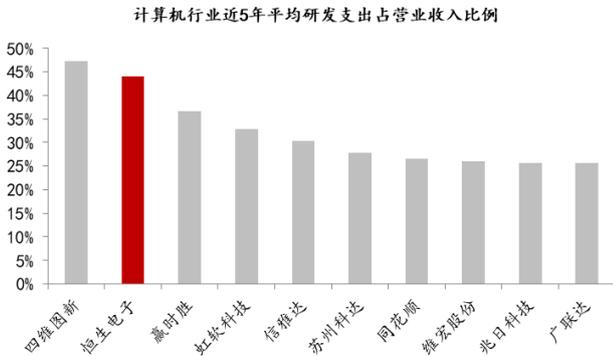
市场	标准	市值	营业收入	净利润	研发投入	现金流	业务产品	总资产	所有者权益
科创板	一	》10亿元		最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元；最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元					
	二	》15亿元	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元		最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%				
	三	》20亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元			最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元			
	四	》30亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元						
	五	》40亿元					需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。		
纳斯达克	一			前三年为正，最近两年大于220万美元，三年累计大于1100万美元					
	二	前12个月平均市值大于5.5亿美元	前一年大于1.1亿美元			前三年均为正，且累计大于2750万美元			
	三	前12个月平均市值大于8.5亿美元	前一年大于9000万美元						
	四	1.6亿美元						8000万美元	5000万美元

资料来源：上交所，纳斯达克官网，川财证券研究所

本文以恒生电子为例探讨研发投入对于公司毛利率、ROE 和估值的影响。恒生电子在整个计算机板块的研发占比较高，近五年平均研发支出占营业收入的比例超过 40%，仅次于四维图新，在金融科技行业中，恒生电子近五年研发支出占营业收入的比例更是遥遥领先。高研发投入下恒生电子毛利率居高不下，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

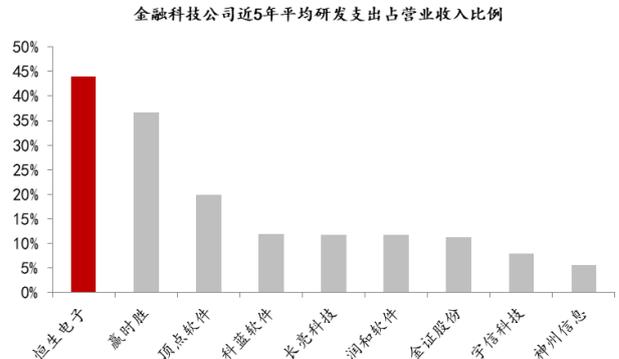
高于可比公司，近年来稳步提升，2016年后恒生电子 ROE 逐年提升。

图 43：计算机行业恒生电子研发支出占比较高



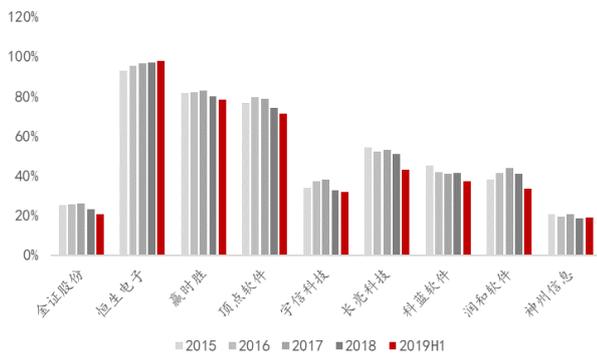
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：金融科技公司恒生电子研发支出占比最高



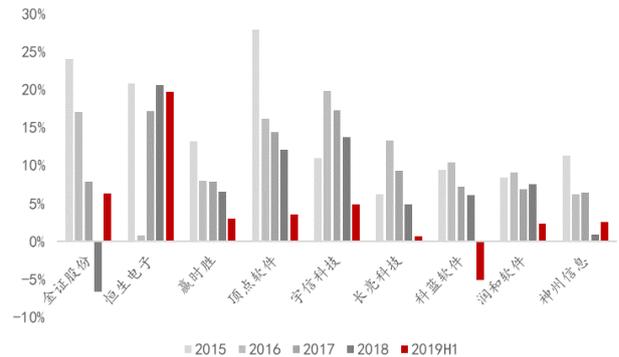
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：恒生电子毛利率维持高位，稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：2016年后恒生电子 ROE 逐年提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

4.2 相关标的

2019 年市场最大的关注点仍是中美贸易战的演化，但随着贸易战演化，股市行情较 2018 年复杂，贸易战对股市的影响逐渐钝化。2019 年 5G 进入试商用阶段，云计算和网络安全有望进入发展快车道，在政策和技术成熟度催化，计算机行业的研发价值或将重估。我们看好云计算、网络安全和金融科技板块。云计算相关标的有网宿科技、宝信软件、用友网络、广联达等；网络安全相关标的有深信服、启明星辰、绿盟科技等。金融科技相关标的有恒生电子、东方财富，宇信科技、润和软件、长亮科技，中科软等。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

网宿科技：始终在专业领域深耕细作，以 CDN 业务为基础，围绕产业链，向云安全、云计算等业务领域扩展。2018 年 12 月，公司启动剥离自建互联网数据中心业务，出售公司持有的厦门秦淮全部股权，将业务聚焦到 CDN，云安全，云计算及边缘计算等重点方向，保持细分领域的竞争力。2019 年 4 月 26 日，公司已完成该交易的交割手续。未来更大的机遇在 5G 通讯时代，不论是消费互联网中超高清视频、云游戏、互动直播，还是产业互联网中的智慧城市、物联网，都在推动 CDN 产业从传输时代向边缘计算时代迈进。

深信服：在创业早期即进入信息安全领域，在我国信息安全市场具有较明显的领先优势。致力于让政府部门、事业单位、金融机构、电信运营商、各类商业企业等在内的企业级用户的 IT 更简单、更安全、更有价值，当前主营业务为向前述企业级用户提供信息安全、云计算和 IT 基础架构、以企业级无线为主的基础网络领域相关的产品和解决方案。

东方财富：号称“中国嘉信理财”的东方财富网则依靠门户网站和股吧社交网络巧流量导入，通过全资基金代销公司天天基金网。公司与资本市场景气度高度相关，呈现明显的周期性特征，弹性较大。相比于传统券商，东方财富的研发投入占比处于领先地位。根据各家公司 2018 年年报数据，公司的研发投入占营业总收入的比重约为 8%，远高于传统券商。高额研发投入确保公司强大的研发能力。

中科软：在保险领域，公司拥有多项自主研发的核心产品，保险核心业务系统在国内保险行业信息化建设中居于领先地位。2014 年-2017 年中科软公司在国内保险行业 IT 解决方案市场中市场份额连续排名第一。2005 年-2015 年，中科软公司在中国保险业核心业务系统解决方案提供商或 IT 服务商相关竞争力评估中连续十一年居第一位，2017 年中科软公司在保险领域 IT 解决方案市场中发展能力、市场地位居首位。2019 年 H1 公司在金融行业的收入占主营业务收入比重为 63.29%，其中保险行业占主营业务收入的比重为 50.82%，为公司对金融行业客户销售收入的重要组成。

表格 10. 重点公司盈利预测与估值

日期 股票代码	27/09/2019 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002410.SZ	广联达	35.78	403.44	0.39	0.38	0.51	0.71	53.39	94.16	70.10	50.25
600845.SH	宝信软件	35.43	404.08	0.80	0.77	0.99	1.21	27.34	46.11	35.88	29.28
600588.SH	用友网络	31.30	778.16	0.32	0.34	0.45	0.58	66.73	90.96	69.82	53.54
300017.SZ	网宿科技	10.21	248.41	0.33	0.37	0.37	0.49	23.69	27.43	27.84	20.81
云计算 行业均值				0.46	0.47	0.58	0.75	42.79	64.67	50.91	38.47
002439.SZ	启明星辰	32.52	291.60	0.63	0.79	0.97	1.20	32.40	41.01	33.68	27.12
300454.SZ	深信服	108.15	435.97	1.55	1.69	2.15	2.83	59.87	64.14	50.26	38.25
300369.SZ	绿盟科技	16.62	133.09	0.21	0.29	0.39	0.51	41.20	56.53	43.08	32.29
网络安全 行业均值				0.80	0.92	1.17	1.51	44.49	53.89	42.34	32.56
300059.SZ	东方财富	15.22	1022.12	0.19	0.25	0.33	0.41	65.23	60.30	45.60	36.82
300033.SZ	同花顺	102.01	548.41	1.18	1.69	2.23	2.75	32.40	60.44	45.77	37.05
600570.SH	恒生电子	75.04	602.68	1.04	1.18	1.45	1.87	49.76	63.56	51.74	40.19
300348.SZ	长亮科技	18.33	88.32	0.18	0.29	0.48	0.64	93.57	63.21	38.42	28.63
300339.SZ	润和软件	15.25	121.45	0.40	0.49	0.62	0.77	23.10	31.01	24.58	19.87
300674.SZ	宇信科技	31.18	124.72	0.53	N/A	N/A	N/A	53.68	N/A	N/A	N/A
603927.SH	中科软	80.42	340.98	0.84	N/A	N/A	N/A	0.00	N/A	N/A	N/A
金融科技 行业均值				0.62	0.78	1.02	1.29	45.39	55.70	41.22	32.51

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (盈利预测来自Wind一致预期, 2019.09.27)

五、风险提示

- 1) 行业景气度不及预期;
- 2) 监管政策面临的不确定性;
- 3) 研发投入不及预期;
- 4) 5G 商用不及预期;
- 5) 中美贸易摩擦不确定性。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004